



# Kompass

4. Quartal 2023

---

AI-Euphorie verdrängt  
Rezessionsängste

---

Erfolgreiche Inflationspolitik der SNB

---

Schweizer Immobilien und  
Obligationen

---

# AI-Fantasien beflügeln die Aktienmärkte

Schweizer Aktien hatten im Jahr 2023 aufgrund der Dominanz defensiver Schwergewichte wie Nestlé, Novartis und Roche zu kämpfen, während US-Mega-Caps den Markt antrieben. Die Untergewichtung institutioneller Anleger in den Mega-Caps verglichen mit den Benchmark-Indizes zwang sie Tech-Aktien zu kaufen, was wiederum den Verkaufsdruck auf die defensiven Sektoren verstärkte. Die unerwartet niedrige Inflation und die für Unternehmen derzeit noch überschaubaren Zinskosten gaben den Aktien zusätzlichen Auftrieb. Bleiben die hohen Zinssätze allerdings bestehen, dürfte sich die Neuverschuldung deutlich verteuern.

Im Gegensatz zur Eurozone und den USA ist die Inflation in der Schweiz unter Kontrolle. Eine umsichtige Geld- und Fiskalpolitik schützt vor einer Überstimulation. Anstehende Mieterhöhungen könnten sich aber negativ auf die Inflation auswirken. Um diese Problematik abzumildern kann die Schweizerische Nationalbank (SNB) alternativ zu Zinserhöhungen mit Devisenmarktinterventionen einschreiten. Trotz der Kritik bewahrt die SNB ihre Glaubwürdigkeit und kontrolliert so die Inflationserwartungen in der Schweiz.

Der Schweizer Immobilienmarkt bleibt robust, wobei die Nachfrage durch die Zuwanderung und die demografische Entwicklung angetrieben wird. Zwar erlitten Immobilienfonds aufgrund überhöhter Prämien und steigender Zinsen deutliche Kursverluste. Mittelfristig dürften sich die operativen Ergebnisse aber wieder deutlich verbessern, weshalb deren aktuelle Kursbaisse Kaufchancen bietet.

## Der Job der Fed ist noch nicht erledigt

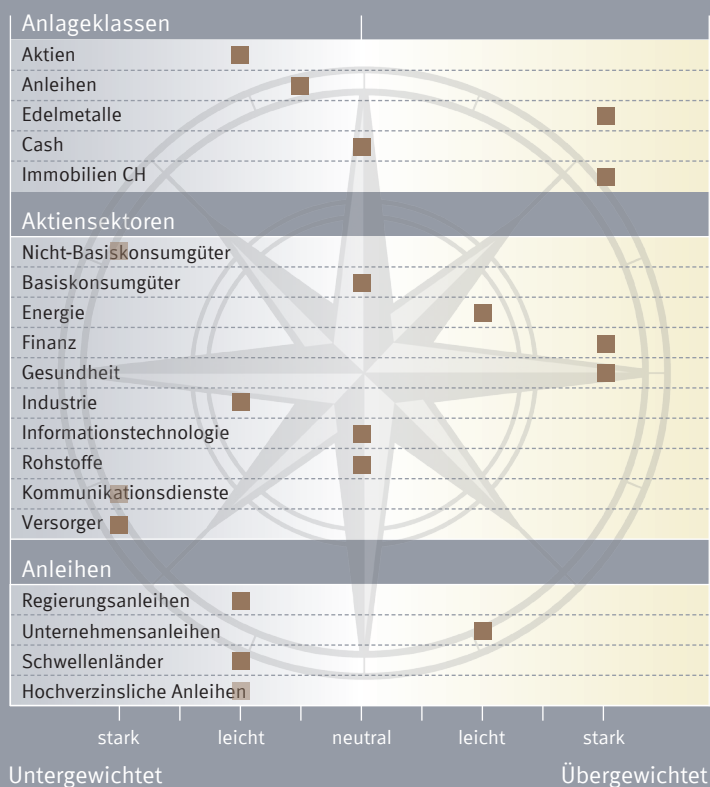
Die tiefer als erwartet ausgefallenen Inflationszahlen zusammen mit jüngst eher positiven Wachstumsüberraschungen verliehen den Aktienmärkten dieses Jahr kräftigen Rückenwind. Auch ist die Wahrscheinlichkeit einer Rezession gesunken, aber eine sanfte Landung dürfte unseres Erachtens weiterhin nicht ausreichen, um der Inflation Herr zu werden. Aus diesem Grund halten wir an unserer leichten Untergewichtung der Aktien fest.

Seit Jahresbeginn profitierten insbesondere Tech-Aktien von der AI-Euphorie. In den letzten zwei Monaten erfolgte aber eine Sektor-Rotation: Die Sektoren Basiskonsumgüter, Energie, Finanz und Gesundheit haben an Schwung gewonnen, während sich die bisherigen Gewinner abschwächen. Die erwartete konjunkturelle Abschwächung bestärkt uns die aktuelle, defensive Positionierung innerhalb der Aktien beizubehalten.

Trotz gestiegener Realzinsen behalten wir die taktische Übergewichtung von Gold bei. Gründe sind neben den vorteilhaften Portfolioeigenschaften die anhaltenden geopolitischen und steigenden makroökonomischen Unsicherheiten.

Ebenfalls unverändert ist unsere Übergewichtung von Schweizer Immobilien. Insbesondere Immobilienfonds haben seit Beginn des Zinserhöhungszyklus stark korrigiert und werden nun teilweise mit deutlichen Abschlägen zu ihren Nettoinventarwerten gehandelt.

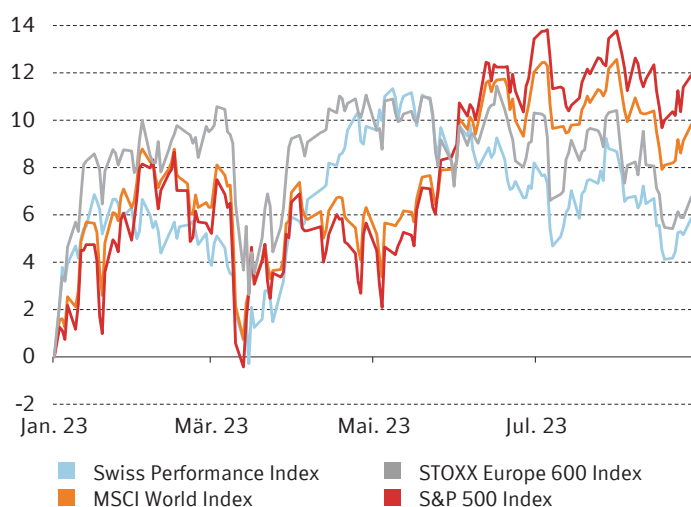
## Asset Allocation Empfehlung per 1. Oktober 2023 für einen Anleger mit Basiswährung CHF



# Aktualität: AI-Euphorie verdrängt Rezessionsängste

## Aktualität 1:

Wertentwicklung seit Jahresbeginn in CHF (Prozent)



## AI-Euphorie lässt SPI links liegen

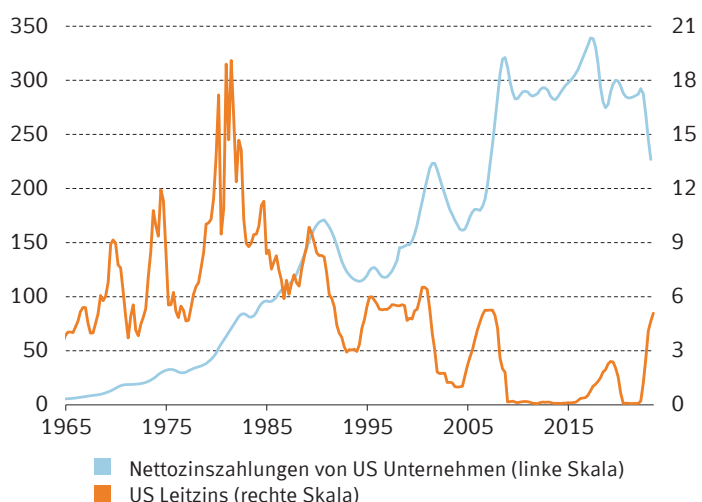
Seit Jahresbeginn haben sich Schweizer Aktien nachteilig entwickelt. Durch die Dominanz von Nestlé, Novartis und Roche hat der SPI einen äusserst defensiven Charakter, mit einer Sektorengewichtung von 35% in Gesundheit und 21% in Basiskonsum. Diese Sektoren bekundeten Mühe bei der aktuellen AI-Euphorie, in welcher primär US-Mega-Caps aus dem IT-Sektor gefragt waren. Deren Outperformance wurde verstärkt, weil institutionelle Investoren aufgrund der grossen Gewichtung der Mega-Caps in den Referenzindizes untergewichtet waren. Bei einer Kursentwicklung wie in diesem Jahr steigt diese Unterengewichtung. Um die Abweichungen von den Benchmarks unter Kontrolle zu halten, waren die Investoren zu Käufen gezwungen, was umgekehrt zu Verkaufsdruck bei den defensiven Sektoren führte.

## Aktualität 2:

USD Milliarden

Quelle: FRED

Prozent

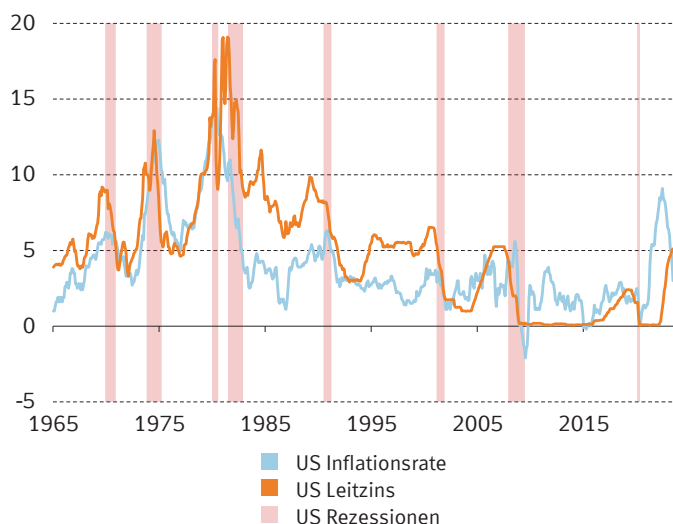


## Verschuldung könnte bald wieder teuer werden

Die Rallye der Aktienmärkte lässt sich aber allein durch AI-Fantasien nicht erklären. Unerwartet niedrige Inflationszahlen und akzeptables Wirtschaftswachstum sorgten für Auftrieb. Zudem stiegen bis im Frühjahr die Konsumentenpreise stärker als die Nominallöhne, was höhere Gewinnmargen für die Unternehmen bedeutete. Paradoxiere Weise waren auch die Zinserhöhungen gewinnbringend, da viele Unternehmen die Zinsbaisse während der Pandemie genutzt hatten, um ihre Schuldenlaufzeit zu verlängern. Nun verdienen sie wieder auf Cash-Beständen, während die Zinsen auf der Passivseite nur langsam steigen. Falls die Hochzinsphase jedoch noch länger anhält, dürfte sich der Abwärtstrend bei den Zinskosten rasch umkehren, da die Unternehmen auslaufende Tiefzinsanleihen teuer verlängern müssten.

## Aktualität 3:

Prozent



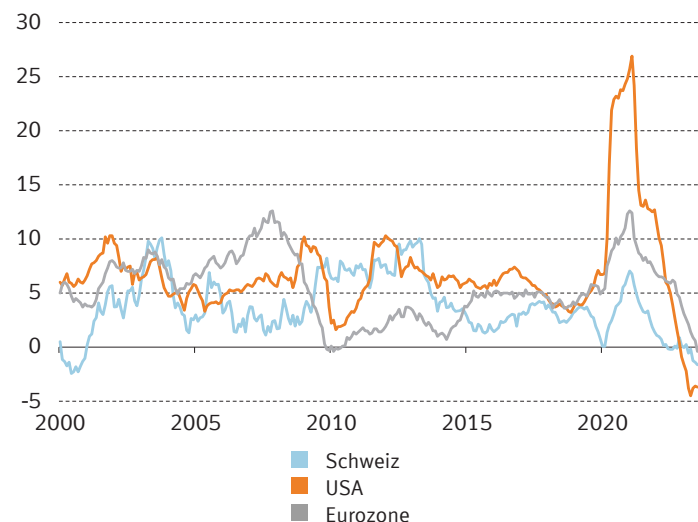
## Investoren erwarten Soft Landing

Umso mehr erstaunt uns der Optimismus der Aktienanalysten: Sie erwarten für den globalen Aktienmarkt im kommenden Jahr ein Gewinnwachstum von 8.5% und danach gar von 11.5%. Selbst wenn diese optimistischen Erwartungen eintreten, sind Aktien gemäss unseren Modellen aktuell bereits sehr hoch bewertet. Gleichzeitig gehen Bond Investoren davon aus, dass die Fed die Leitzinsen bis Ende 2024 um über 0.75% und die EZB um 0.25% senkt. An den Märkten wird also ein fast perfektes Soft Landing erwartet. In solch einem Szenario fällt die Weltwirtschaft nicht in eine schwere Rezession, sondern kühlt sich gerade genug ab, so dass sich die Inflation normalisiert. Die geldpolitischen Zügel könnten so nächstes Jahr wieder gelockert werden. In der Vergangenheit ist den Währungshütern ein solches Kunststück von einer Flughöhe wie in diesem Zyklus allerdings noch nie gelungen, wie der bescheidene Leistungsausweis der Fed zeigt.

# Grundtrend: Erfolgreiche Inflationspolitik der SNB

## Grundtrend 1:

Jährliches Geldmengenwachstum in Prozent



## Insel der Preisstabilität

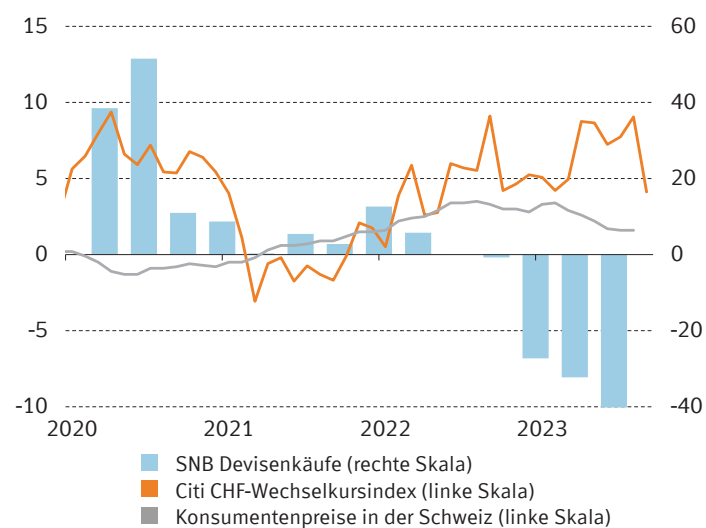
Im Gegensatz zur Eurozone und den USA ist die Inflation in der Schweiz gut unter Kontrolle. Die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts sorgt für einen stetigen Zustrom an Arbeitskräften aus den Nachbarländern, wodurch der Arbeitsmarkt wettbewerbsfähig bleibt und das Lohnwachstum gedämpft wird. Zudem hat die Schweiz dank besonnener Geld- und Fiskalpolitik während der Pandemie und der Energiekrise heute weniger mit den Folgen einer Überstimulierung der Wirtschaft zu kämpfen. Allerdings täuschen die jüngsten Inflationszahlen von lediglich 1.5% ein wenig. Darin noch nicht enthalten sind die anstehenden Mietpreiserhöhungen als Folge der ersten Erhöhung des Referenzzinssatzes, der aus einem Korb ausstehender Hypotheken berechnet wird und deshalb nur sehr träge reagiert.

## Grundtrend 2:

Jährliche Veränderung in Prozent

Quelle: SNB

CHF Milliarden



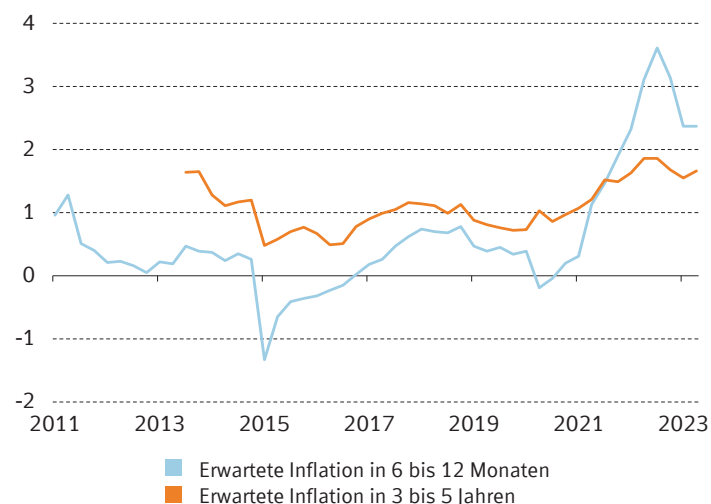
## Effektive Devisenmarktinterventionen

Die Koppelung der Mieten an den Referenzzins erschwert die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB), weil die restriktive Zinspolitik mit Verzögerung auch ungewollt inflationär wirkt. Die Mieten machen zwar nur 19% des LIK Warenkorbes aus, treffen aber die unteren Einkommensschichten überproportional. Um eine zu starke Mietinflation zu vermeiden, dürfte die SNB auch künftig auf Devisenmarktinterventionen als bevorzugtes Mittel der Geldpolitik setzen. Während die SNB in der Pandemie massiv Fremdwährungen gekauft hatte, um den Schweizer Franken abzuschwächen, vollzog sie ab Mitte 2022 eine komplette Kehrtwende. So wurde kaum Inflation importiert. Sollte sich die Inflation in der Eurozone nicht normalisieren, hat die SNB genügend Munition, um den Franken weiter zu stützen.

## Grundtrend 3:

Schweizer Inflationserwartungen in Prozent

Quelle: SNB



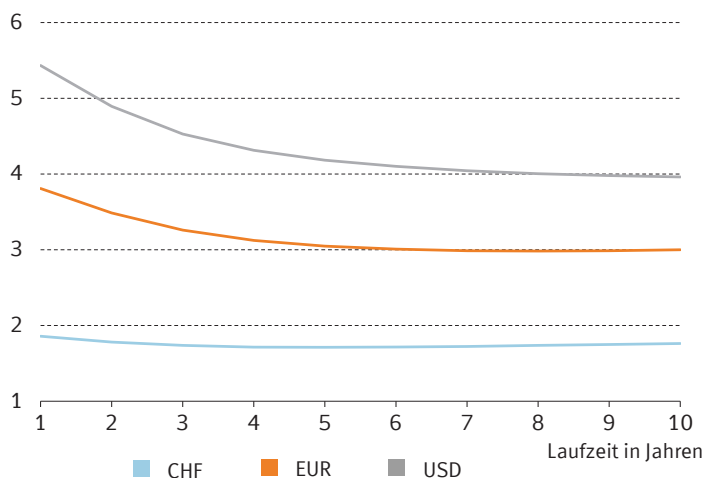
## Kontrollierte Inflationserwartungen

Auch wenn die SNB wegen ihrer Verluste auf den Devisenreserven kritisiert wird, hat sie insgesamt einen respektablen Job gemacht, nicht nur in Bezug auf die realisierte Inflation. Dank ihrer hohen Glaubwürdigkeit sind zudem die Inflationserwartungen gut unter Kontrolle. Zwar gibt es keine in Schweizer Franken denominierte inflationsgeschützte Anleihen, aus denen sich die Markterwartungen für die Inflation ableiten lassen, doch veröffentlicht die SNB in ihrem Quartalsheft jeweils die Ergebnisse aus Unternehmensbefragungen. Diese zeigen, dass die Erwartungen für die mittelfristige Inflation nie über 2% gestiegen sind. Lediglich die kurzfristigen Inflationserwartungen sind zu Beginn des Jahres kurzzeitig aus dem Ruder gelaufen, haben sich seither aber wieder zügig normalisiert.

# Wissen & Erfahrung: Schweizer Immobilien und Obligationen

## Wissen & Erfahrung 1:

Swap-Zinssatz in Prozent

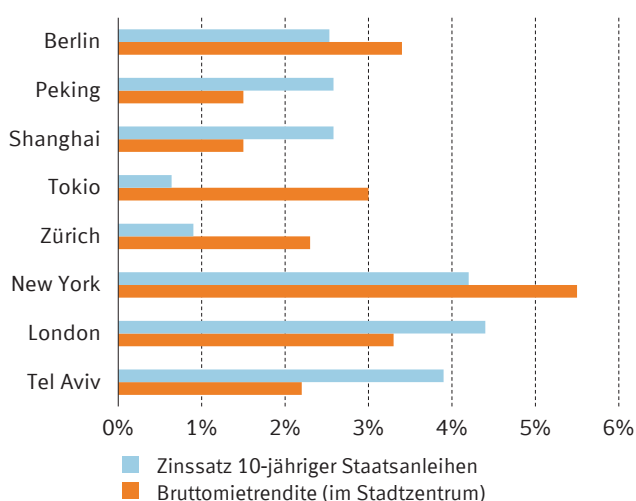


## Potential am Schweizer Anleihenmarkt

Angesichts fest verankerter Inflationserwartungen und gesteigener Zinsen, stehen die Chancen auf künftig positive Realrenditen bei CHF-Obligationen gut. Obwohl das Zinsniveau international verglichen bescheiden anmutet, sehen wir vor allem bei erstklassigen Unternehmensanleihen wieder Anlagepotenzial. Sollte die Inflation nicht abklingen, hat die SNB dank ihren Devisenreserven ein alternatives Instrument zur Disposition und ist nicht nur auf die Zinsschraube angewiesen. Weiterhin ist die Zinskurve nicht invertiert, was längere Obligationen attraktiv macht. Für Schweizer Anleger besonders interessant sind Anleihen, die in der Tiefzinsphase mit niedrigem Coupon emittiert wurden. Ihre Verfallsrenditen werden hauptsächlich über steuerfreie Kapitalgewinne erreicht.

## Wissen & Erfahrung 2:

Quelle: numbeo.com



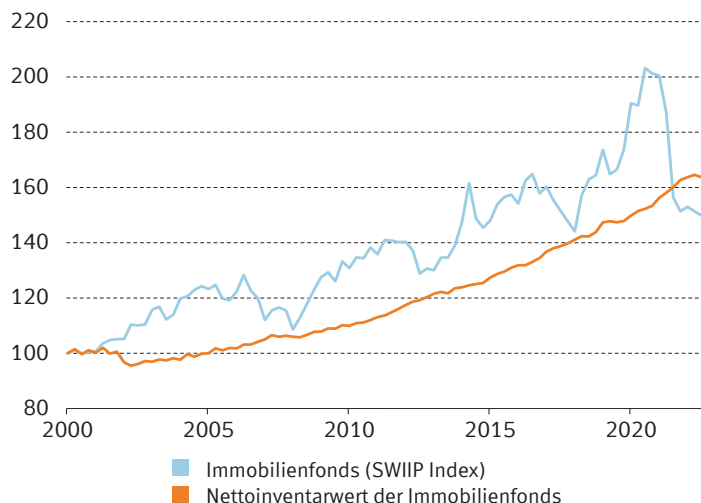
## Immobilien-Primärmarkt robust

Einmal mehr erweist sich der Schweizer Immobilienmarkt in stürmischen Zeiten als robust. Zuwanderung, Restriktionen in der Verdichtung des Wohnraums und die demographische Entwicklung sorgen vor allem in den Zentren und Agglomerationen für konstanten Nachfrageüberhang. Trotz langer Negativzinsphase blieben Preisexzesse begrenzt. Erstens sorgen restriktive Finanzierungsvorschriften für Wohneigentum für Stabilität. Zweitens tätigen die Investoren (Private, Pensionskassen, Versicherungen, Immobiliengesellschaften) Transaktionen stets unter Renditegesichtspunkten statt aus Spekulation. Da die Mieten im Verhältnis zum durchschnittlichen Haushaltseinkommen tragbar sind, besteht genügend Spielraum, um den Zins- und Inflationsdruck weiterzugeben.

## Wissen & Erfahrung 3:

Quelle: SFP Group

Indexierte Wertentwicklung in CHF



## Immobilienfonds sind günstig bewertet

Weniger rosig war die Entwicklung der Immobilienfonds. Mangels Alternativen führten die Negativzinsen zu überhöhten Aufschlägen zu den Nettoinventarwerten. Seit Anfang 2022 fielen die Kurse um 17% und die Fonds notieren nun teilweise mit beträchtlichem Abschlag. Besonders abverkauft wurden Fonds mit hoher variabler Verschuldung, wo sich der Zinsanstieg direkt in den Kosten niederschlägt. Während kommerzielle Mieten rasch an die Inflation angepasst werden, erfolgt die erste Mieterhöhung für rund die Hälfte aller Wohnobjekte erst im Oktober. Mit steigendem Referenzzins werden nächstes Jahr breitere Erhöhungen folgen. Mittelfristig dürften sich die operativen Ergebnisse damit verbessern. Trotz höherer Verschuldung hielten sich Immobilienaktien besser. Grund waren die Index-Schwergewichte wie SPS und PSP, die von europäischen Immobilien-Investoren als sichere Häfen gesucht waren.

Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkurschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Dreyfus Söhne & Cie AG veröffentlicht den Kompass vier Mal pro Jahr. Die Publikation richtet sich an Kunden der Bank und Interessierte. Sie stellt auszugsweise dar, mit welchem Instrumentarium und mit welcher Methodologie die Bank das Geschehen rund um die Finanzmärkte verfolgt. Der Kompass leistet Orientierungshilfe, kann aber den individuellen Portfoliokontext nicht berücksichtigen. Er dient zu Informations- und Werbezwecken.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers

Redaktionsschluss: 29. September 2023

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers  
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz  
Telefon +41 61 286 66 66

[contact@dreyfusbank.ch](mailto:contact@dreyfusbank.ch) | [www.dreyfusbank.ch](http://www.dreyfusbank.ch)